

¿QUÉ PASÓ Y HACIA DÓNDE VAMOS?

José De Gregorio *
Presidente
Banco Central de Chile
Octubre 2009

Agradezco a la Sociedad de Fomento Fabril (SOFOFA) y a la Universidad del Desarrollo la invitación que me han hecho para participar una vez más en este importante evento anual.

Cuando preparaba el contenido de esta presentación me vi enfrentado a dos alternativas. Una era analizar la coyuntura actual a la luz de nuestro último Informe de Política Monetaria (IPoM), lo que ya hice el martes en otro seminario público y que puede además superponerse a otras presentaciones que ustedes escucharán hoy. Otra opción era tomar una perspectiva algo más prolongada y analizar cómo hemos llegado hasta donde estamos hoy, cómo navegamos en las graves turbulencias de la economía mundial y hacia dónde vamos. Creo que esta es una excelente audiencia para adoptar esta segunda alternativa.

Para comenzar es importante recordar que el Banco Central de Chile cumple su mandato de mantener la estabilidad de precios, con una política monetaria basada en un esquema de metas de inflación flexible. El objetivo es mantener la inflación en torno a 3% anual la mayor parte del tiempo. Cuando ocurren desviaciones, la política monetaria se conduce de manera que la corrección se dé en un período de dos años. En la práctica, en nuestras discusiones se estima una trayectoria para la tasa de interés que sea coherente con que la proyección de inflación a 24 meses converja a la meta. Esto se hace, tanto porque reconocemos los rezagos que tiene la operación de la política monetaria como porque se toman en cuenta los costos en términos de actividad y de empleo que tiene el ajustar la inflación a la meta. Si esto último no se hiciera, el ajuste se haría en un período mucho más corto.

Todo esto es muy conocido. Pero creo importante enfatizarlo para despejar, una vez más, el equivocado argumento de que el Banco Central no considera el nivel de actividad en la toma de sus decisiones. Y también para insistir en que la actual crisis financiera internacional no fue causada, como algunos argumentan, por la política monetaria orientada a la estabilidad de precios, sino por una tremenda falla en el sistema financiero del mundo desarrollado.

* Preparado para el encuentro *Visión Económica y Empresarial 2009-2010*, organizado por SOFOFA y la Universidad del Desarrollo, 23 de octubre, Santiago.

Ni el sector privado, ni las autoridades fueron capaces de apreciar la peligrosidad de los desbalances que se iban incubando durante esta década. Hoy, los impulsos monetarios y fiscales son precisamente los que han permitido que la economía mundial, que sufrió un *shock* inicial no tan distinto al de la Gran Depresión, tenga un desempeño significativamente mejor. Esto último es especialmente cierto en el caso de Chile.

La evolución de la economía y la política monetaria desde el 2007

En solo tres años, la economía chilena ha atravesado dos episodios diametralmente opuestos, aunque relacionados entre sí. Desde un significativo *shock* inflacionario causado por el alza del precio del petróleo y de los alimentos, a los efectos de una crisis financiera internacional inédita, acompañada de una caída de la actividad y una brusca reducción de la inflación.

Desde mediados del 2007, la economía chilena vivió un proceso de aumento significativo de la inflación, producto de la fuerte alza en el precio de las materias primas en los mercados externos (gráfico 1). Este incremento de precios obedecía a fenómenos de oferta y demanda propios de estos mercados. Por lo tanto, era un ajuste de precios relativos en los mercados externos y no un incremento generalizado de los precios locales.

El que fuera un ajuste de precios relativos provocó que no actuáramos con la fuerza que hubiéramos empleado si, por ejemplo, hubiera sido un aumento generalizado de precios causado por un *shock* de demanda. De hecho, el propósito de los aumentos de la Tasa de Política Monetaria (TPM) del 2007 e inicios del 2008 fue evitar la incubación de efectos de segunda vuelta indeseados que pudieran prolongar excesivamente el impacto inflacionario de los *shocks* que enfrentábamos. Asimismo, en ese período se decidió iniciar un proceso de acumulación de reservas coherente con la incertidumbre financiera y la evolución del tipo de cambio.

A partir de mayo del año pasado, el cuadro macroeconómico cambió. Los registros de inflación comenzaron a mostrar una acelerada e inesperada propagación de los *shocks* hacia otros precios (gráfico 2). Puede argumentarse que el Banco actuó tarde. Pero vale la pena recordar que cuando se desató esta propagación masiva de la inflación, las expectativas privadas esperaban que a diciembre del 2008 la inflación anual fuera 4,4%, mientras el IPoM de mayo estimaba ese valor en 4,7%. La cifra efectiva fue de 7,1%, con un *peak* en octubre de 9,9%.

No cabe duda que el recrudecimiento inflacionario fue inesperado, y coincidió con el período en que el precio del petróleo llegó a sus máximos valores. Chile es, al mismo tiempo, uno de los países donde la inflación subió más rápido durante el período de aumentos de precios de las materias primas y uno de los que tuvo una caída de inflación más fuerte (gráfico 3).

¿Qué lo explica? Sabemos que no sucedió por cambios en las variables tradicionales, como la evolución de la actividad o del tipo de cambio. La rapidez de los ajustes puede

explicarse porque somos una economía abierta, de mercado y con pocas distorsiones en la fijación de precios. El alza del precio del petróleo también puede haber generado la percepción de que su aumento sería muy persistente, lo que aceleraría el ajuste de los precios locales. No obstante, más allá de la necesidad de profundizar nuestro entendimiento de la dinámica inflacionaria, lo importante es la capacidad de reacción y la flexibilidad de la política monetaria, características con las que precisamente actuó frente a este fenómeno.

En nuestro IPoM de mayo del año pasado, cuando la TPM estaba en 6,25%, anunciamos que en el escenario más probable la trayectoria de dicha tasa sería similar a la esperada por el mercado, esto era una nueva alza de a lo más 25 puntos base en los próximos doce meses.

El escenario cambió y, naturalmente, las decisiones de política cambiaron. En cuatro reuniones, elevamos la TPM en 200 puntos base, hasta 8,25%. El propósito fue limitar los efectos de propagación, por la vía de reducir la demanda a través de una política monetaria más restrictiva. Tal como lo afirmamos entonces, a pesar de que se esperaba una desaceleración del crecimiento global, no estimábamos que esta proveería la suficiente fuerza para contener la inflación y por ello la política monetaria debía endurecerse.

De hecho, en nuestro IPoM de septiembre del 2008, antes del deterioro abrupto de la actividad y cuando *Consensus Forecasts* estimaba que el mundo crecería 2,6% este año, anunciamos que la TPM subiría probablemente por encima de 9%. Pero el mundo volvió a cambiar, y con mucha fuerza. Lo que se esperaba fuera solo una desaceleración de la actividad global, se transformó en la primera caída del crecimiento mundial en más de sesenta años (gráfico 4).

Obviamente, esto condujo a un cambio de políticas inédito en nuestra historia monetaria. La caída de la demanda mundial iba a generar con creces la desaceleración de la demanda interna que pensábamos provocar con la política monetaria. Ante ese nuevo escenario, lo obvio era modificar el signo de la política monetaria.

La primera señal relevante fue la revisión de nuestras proyecciones que hicimos en noviembre del 2008, donde se anunció que las alzas que se anticipaban en septiembre no ocurrirían. Este anuncio tuvo un impacto inmediato en las condiciones financieras. De esta forma, el Banco Central inició la rebaja más agresiva de tasas de interés que se haya implementado en Chile, y una de las mayores del mundo (gráfico 5).

Asimismo, en septiembre y octubre del 2008, cuando se vivían los momentos más álgidos de la crisis financiera mundial, los *spreads* de las tasas en pesos y en dólares tuvieron un aumento importante. En situaciones de tensión financiera, resulta imperativo alinear las tasas de mercado con la TPM, puesto que tiende a suceder que esta última deja de ser la referencia para el sistema financiero. Por ello, las primeras acciones que tomamos fueron proveer la liquidez necesaria y asegurar que el sistema financiero siguiera funcionando con plena normalidad (gráfico 6).

Mucho se podrá discutir si la rebaja de tasas se debería haber iniciado antes. Es posible que, con la información que tenemos hoy, pudiéramos haberlo hecho. Pero, hay que insistir que la política monetaria se decide con la información disponible al momento de la toma de decisiones. Por ello, es útil refrescar algunos antecedentes.

En diciembre del 2008, entramos a la reunión de política monetaria con una tasa de inflación anual de 8,9%. El mercado esperaba que en diciembre del 2009 la TPM estuviera en 6,25% y que la inflación anual fuera de 3,9%. Así, a pesar de que la política monetaria tenía un sesgo a la baja, la TPM no se disminuyó hasta enero, con un proceso de rebajas que se dio con una rapidez y magnitud inesperada por el mercado (tabla 1).

Así es como, tras acumular indicios de que el fenómeno inflacionario se había detenido y se revertía con fuerza, comenzamos a reducir la TPM, y lo hicimos con vigor, llevándola al nivel que consideramos es el mínimo que puede alcanzar sin afectar el normal funcionamiento del mercado monetario.

Pero esta baja no significó que nuestras herramientas de política monetaria se agotaran. A partir de julio tomamos medidas adicionales para aumentar la expansividad de la política monetaria.

En lo principal, más allá del compromiso que adoptamos, y aún sostenemos, de que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo por un tiempo prolongado, hicimos explícito este compromiso creando una facilidad de liquidez a plazo, la “FLAP”. Esto, de forma de asegurar al mercado que obtendrían recursos a una tasa equivalente a la TPM por un plazo de tres y seis meses y generar, así, una estructura de tasas de interés que permitiera una mayor y más rápida transmisión de la instancia monetaria a las tasas de mercado. El éxito de estas medidas demuestra en la práctica la amplitud del instrumental de política monetaria con que cuenta el Banco, así como el compromiso que mantiene con el cumplimiento de su meta de inflación.

La crisis internacional y el debilitamiento de la actividad

Los efectos de la crisis internacional en Chile, tanto por el lado financiero como por el lado comercial, no dan cuenta de la totalidad de su impacto en la economía nacional. El alza de las primas por riesgo y las tensiones en los mercados financieros internacionales del año pasado estrecharon las condiciones financieras internas, lo que tuvo un efecto directo sobre la demanda. Aunque en un momento se temió un corte generalizado del acceso a los mercados financieros internacionales para todos los países, Chile mantuvo un acceso normal y los efectos financieros directos fueron menores (gráfico 7).

Por el lado del comercio, en Chile se ha observado una caída de los precios de las exportaciones, cuyo mayor efecto se aprecia en el ingreso disponible, lo que tiene impacto en la demanda, aunque los efectos sobre la demanda de la caída del precio del cobre son estabilizados por la regla fiscal. No obstante, por ser Chile una economía mayormente exportadora de productos ligados a materias primas los efectos de la caída

de la actividad mundial son más limitados que en las economías exportadoras de productos industriales. Esto, porque la demanda por este último tipo de productos ha sido la más afectada por la recesión global. En nuestro caso, los precios han caído, pero siempre es posible vender los productos. En los países exportadores de manufacturas, las órdenes de compra se cortaron abruptamente, dando paso a un aumento de los inventarios y a un severo ajuste de la producción. Esto explica la severidad de la caída inicial en muchas economías asiáticas e industriales.

Con todo, no deja de sorprender que una economía fundamentalmente sana como la chilena haya sufrido con tanta rapidez el impacto de la crisis internacional. Aquí debemos comenzar destacando que los efectos de la crisis global tuvieron un inusitado grado de sincronía. Aproximadamente el 90% de los países tuvo una contracción de la actividad el último trimestre del año pasado.

Lo que a mi juicio fue central en el deterioro de la actividad fue la crisis de confianza que se apoderó del mundo entero, incluido Chile. La incertidumbre se multiplicó. Hubo una genuina preocupación de que el sistema financiero de las economías desarrolladas se paralizara por completo y que el colapso de la actividad produjera una recesión mucho más profunda de la que hoy observamos. Hogares y empresas redujeron su gasto ante la eventualidad de escenarios catastróficos, y por ello, la demanda cayó mucho más de lo que lo habría hecho de no haberse dado esta crisis de expectativas. Visto hoy, puede decirse que hubo una sobre-reacción, pues el escenario catastrófico no se materializó. Pero esa caída de confianza tuvo un sustento real, tanto por el deterioro de las condiciones macroeconómicas y financieras globales como por el hecho de que estábamos enfrentando una crisis sin precedentes.

En este contexto, también se agregaba la incertidumbre de cómo actuarían las políticas y su efectividad, algo que se ha disipado por la decidida acción de bancos centrales y ministerios de hacienda en gran parte del mundo. En nuestro caso, la rápida reacción de las políticas macroeconómicas ha sido central para mitigar el impacto de la crisis externa.

Más allá de que el PIB caerá este año, el desempeño de la economía nacional, en una perspectiva histórica, es destacable. En 1982 y 1983, la economía chilena creció cerca de 18 puntos porcentuales menos que el promedio mundial. En 1998 y 1999, esta diferencia fue del orden de 4 puntos porcentuales. El 2009, se estima que la caída de la actividad en Chile será similar al promedio mundial (gráfico 8).

En todo caso, poco puede hacer la política monetaria para evitar los efectos inmediatos de una crisis de confianza de este tipo. Sin embargo, las políticas sí tienen un rol fundamental en evitar que estas crisis se agraven y proveen el sustento para la recuperación de las expectativas. Para ello hay que actuar oportunamente y con mucha convicción. Actuar de manera atolondrada, o, por el contrario, con complacencia al ignorar la severidad de la crisis, podría haber debilitado la efectividad de las políticas y haber conducido a una recesión más profunda.

Aunque tendremos mucho tiempo para estudiar los fenómenos que profundizaron la crisis, lo claro es que la crisis de confianza agravó los efectos de la situación mundial sobre la actividad económica global. Lo favorable, en todo caso, es que la reacción de las políticas y las respuestas de las propias empresas nos han puesto en un muy buen pie para la recuperación a nivel local. El ajuste de la demanda ha dejado a hogares y empresas en una posición financiera saludable para retomar la expansión de la demanda. Los distintos indicadores de demanda, expectativas y producción señalan que la economía chilena ha comenzado el proceso de recuperación que preveíamos para este semestre. El Imacec, medido en términos desestacionalizados, aumenta desde mayo y la tasa de desempleo, que en un momento se dijo podría llegar a superar el 12%, se ha estabilizado en cifras inferiores a 11%. Además, la política monetaria seguirá siendo expansiva por un tiempo prolongado y, tal como informamos en nuestro último IPoM, en el escenario más probable, el pausado retiro del estímulo monetario empezará en el segundo trimestre del próximo año.

Por su parte, el peso chileno se ha mantenido algo más depreciado que otras monedas de países exportadores de materias primas. Existen diversas hipótesis que pueden explicar esto, entre ellas el efecto de la instancia de política monetaria. En todo caso, el tipo de cambio real se ubica hoy en niveles en torno a los valores que se estima son coherentes con sus fundamentales de largo plazo (gráfico 9). Con todo, en un contexto de elevada incertidumbre acerca de la evolución de las paridades globales, el Banco Central seguirá monitoreando el impacto de la trayectoria del tipo de cambio sobre las perspectivas inflacionarias en sus decisiones de política monetaria.

En este escenario, la inflación anual estará por algunos meses en territorio negativo para converger gradualmente a 3% hacia el 2011, mientras el crecimiento de la economía se ubicará entre 4,5 y 5,5% el 2010 (tabla 2). Este escenario es coherente con un cierre gradual de las brechas de capacidad, lo que es necesario para que la inflación vuelva a 3%. Si consideramos que el crecimiento del PIB de tendencia estará entre 4 y 4,5% en el 2010, cifra estimada por el Banco y coherente con lo que prevé el comité de expertos que realizan la estimación para el diseño del presupuesto, un rango de crecimiento como el que les indiqué no es excesivo, sino que de una magnitud moderada para cerrar la brecha de actividad. De crecer menos, la economía no lograría cerrar las brechas y, por ende, la inflación seguiría cayendo o ajustándose mucho más lento, lo que obviamente requeriría de un mayor impulso monetario.

Comentarios finales

Hemos enfrentado la peor crisis económico-financiera que se haya visto en muchos años. La fortaleza de la economía chilena, construida con rigor durante largo tiempo, nos ha permitido mitigar los costos de una crisis que en el pasado nos hubiera afectado significativamente más. Las lecciones sobre la necesidad de mantener un sistema financiero sólido y la capacidad de aplicar políticas contracíclicas han sido claves en este desempeño. Al mismo tiempo, nos sirven de bases sólidas para una recuperación sostenida. Existen muchas tareas por delante, en particular para fortalecer la capacidad de crecimiento del país, pero los fundamentos macroeconómicos están consolidados.

Sin embargo, el horizonte no está completamente despejado. Aunque los riesgos son más acotados que hace algunos trimestres, aún persisten vulnerabilidades. Los sistemas financieros de los países desarrollados siguen débiles. Las perspectivas de crecimiento mundial indican una recuperación pausada y difícilmente el mundo crecerá en los próximos años al ritmo observado en el 2006 y 2007. Un adecuado manejo de las políticas económicas debería sostener esta recuperación.

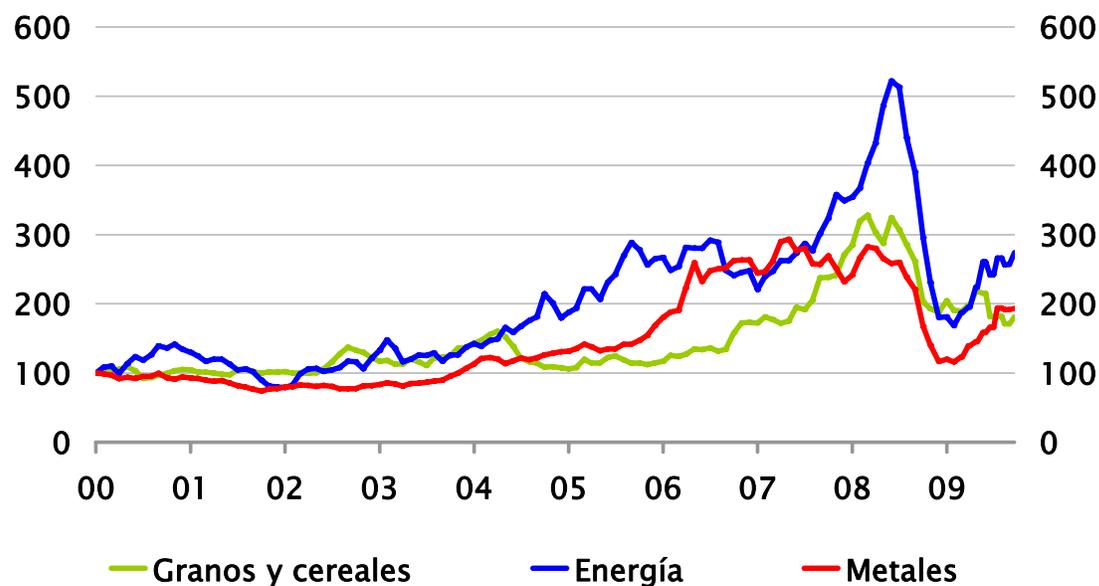
Sumado a los problemas aún presentes en los sistemas financieros y el nivel de endeudamiento del sector privado, la situación fiscal de muchas economías industriales, que al comienzo de esta crisis ya se encontraban en posiciones frágiles, deja abierta algunas interrogantes. Los desbalances globales no son hoy un problema, pues la caída de la demanda ha hecho parte del ajuste, pero en la medida que la economía mundial se recupere podrían volver a representar una amenaza. Por último, hemos visto bastante optimismo en las bolsas mundiales. Ellas anticipan una recuperación saludable, que de no ocurrir podría resultar en revalorizaciones de activos que vuelvan a sembrar incertidumbre.

El rol del Banco Central es monitorear todos estos riesgos y sus implicancias sobre el impulso monetario, de forma de regularlo coherentemente con el cumplimiento de su objetivo de inflación. Aún estamos en una etapa en que es complejo hacer proyecciones, pero el escenario en materia de actividad, inflación y trayectoria de la política monetaria que presentamos en nuestro último IPoM sigue vigente.

Aunque las perspectivas privadas ya reconocen que lo peor ha pasado, todavía es prematuro para asegurar que el trabajo está completo. Las brechas de capacidad son amplias y enfrentamos el desafío de hacer retornar la inflación a la meta. Los mercados están incorporando un retiro del estímulo monetario más apresurado que el que el Banco considera apropiado para el cumplimiento de la meta de inflación. Sobre todo ahora que, al igual que en el resto del mundo, la política fiscal entra en una fase de consolidación, la política monetaria deberá continuar proveyendo el estímulo necesario a la economía por un tiempo prolongado. Esto, para que se asiente la recuperación de la actividad y la normalización de las perspectivas inflacionarias. Una de las lecciones de crisis pasadas es que hacer un retiro anticipado puede ser costoso y llevar a reversiones ulteriores de política.

Muchas gracias.

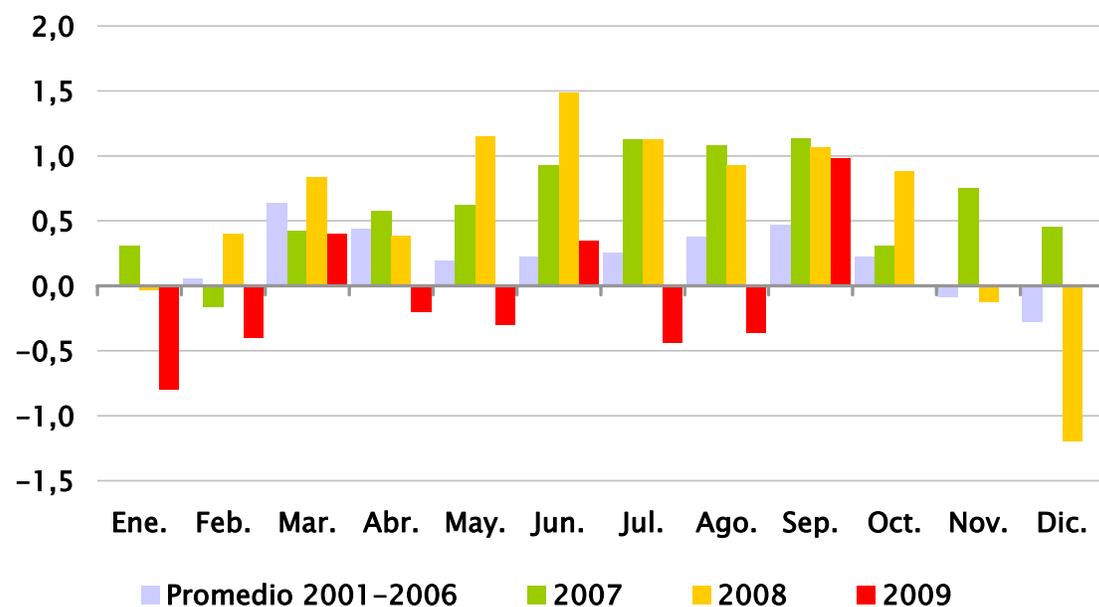
Gráfico 1
Precios de materias primas (*)
 (índice enero 2000=100)



(*) Corresponde al Goldman Sachs Commodity Index (GSCI).

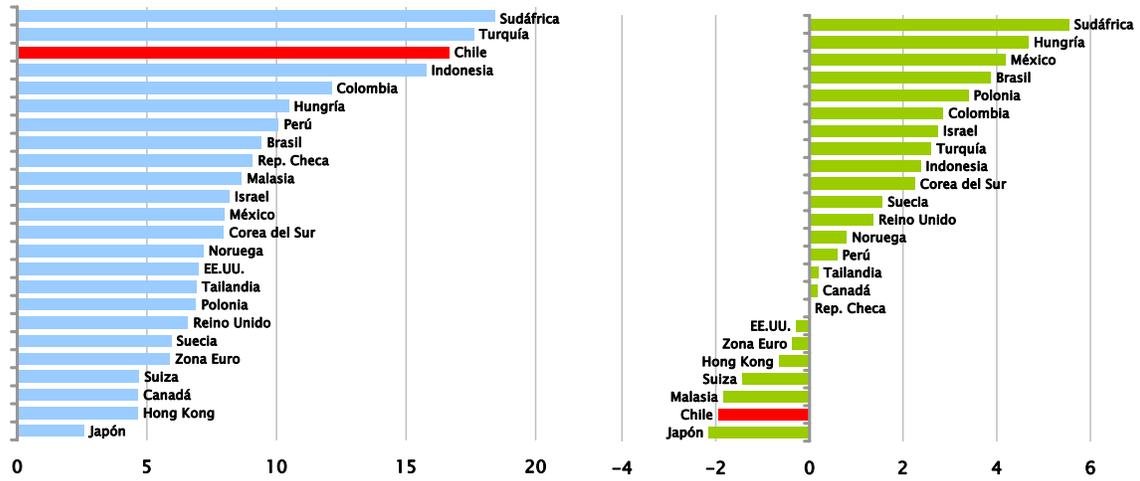
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2
Inflación mensual del IPC
 (porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 3
Variación acumulada del IPC por país
 (porcentaje)

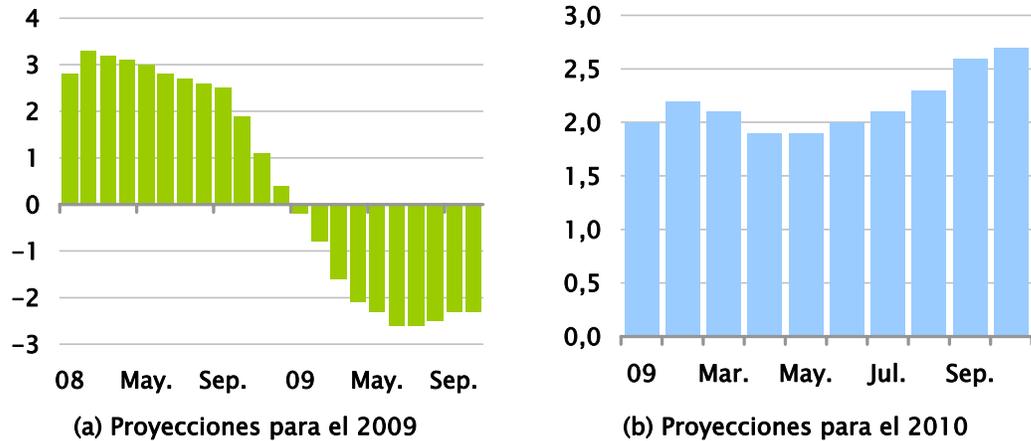


(a) Entre enero del 2007 y octubre del 2008. (b) Entre octubre del 2008 y septiembre del 2009 (*)

(*) Para Hong Kong, Japón, Malasia y Sudáfrica datos a agosto del 2009.

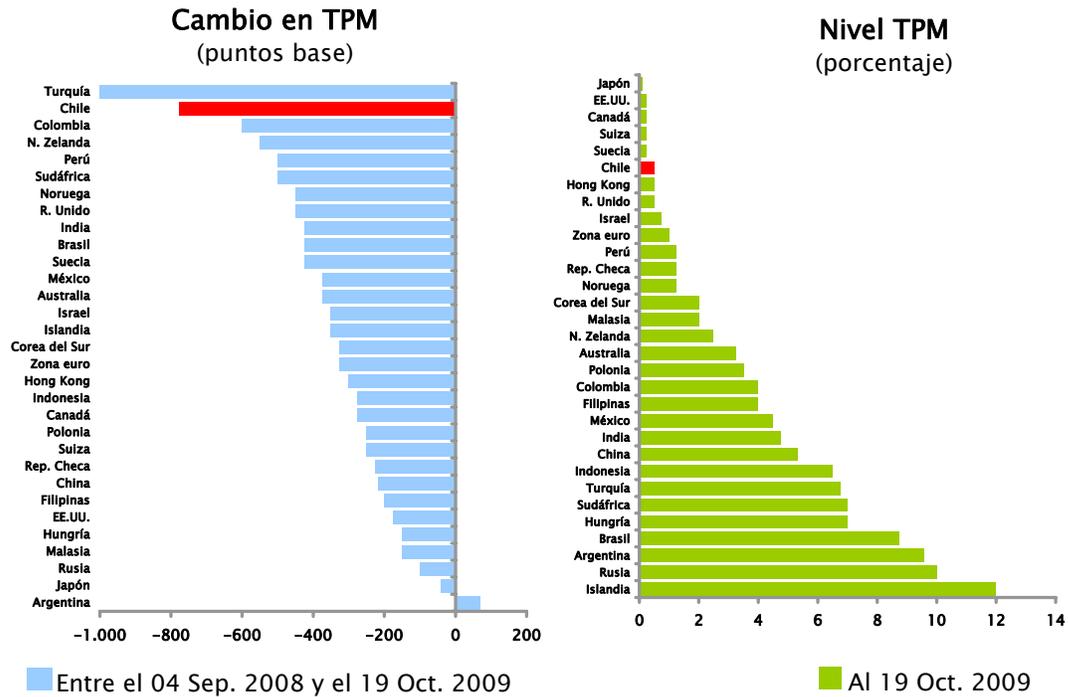
Fuente: Oficinas de estadísticas de cada país y Bloomberg.

Gráfico 4
Proyecciones de crecimiento mundial
 (variación anual, porcentaje)



Fuente: Consensus Forecasts.

Gráfico 5
Tasa de política monetaria (TPM)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6
Tasas de interés en pesos y dólares en el mercado local
(porcentaje)



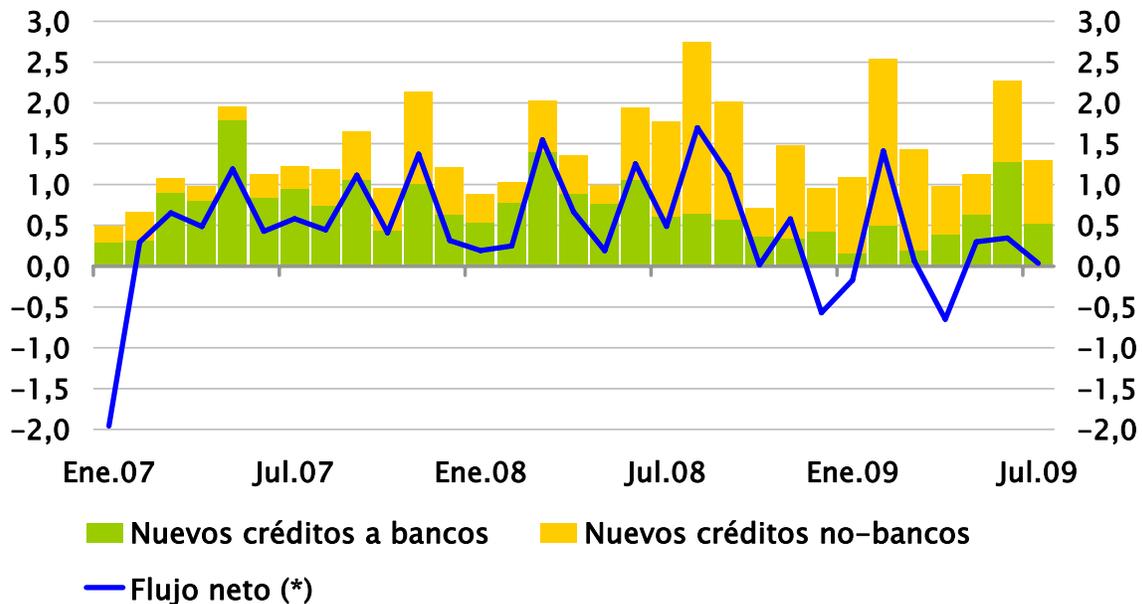
Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.

Tabla 1
TPM y expectativas a partir de la EEE
 (porcentaje)

| | Nivel efectivo | Esperada para el mes | Esperada dentro de 2 meses | Esperada a dic 2009 |
|-----------|----------------|----------------------|----------------------------|---------------------|
| Oct. 2008 | 8,25 | 8,50 | 8,50 | 7,00 |
| Nov. 2008 | 8,25 | 8,25 | 8,25 | 6,63 |
| Dic. 2008 | 8,25 | 8,25 | 7,75 | 6,25 |
| Ene. 2009 | 7,25 | 7,50 | 6,75 | 5,50 |
| Feb. 2009 | 4,75 | 6,25 | 5,00 | 4,00 |
| Mar. 2009 | 2,25 | 3,13 | 2,50 | 2,00 |

Fuente: Encuesta Expectativas Económicas (EEE), Banco Central de Chile.

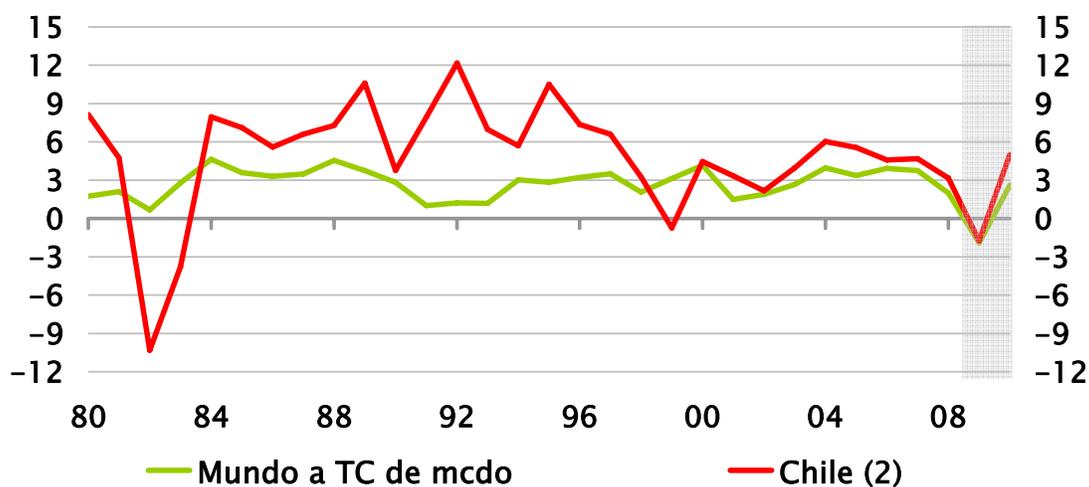
Gráfico 7
Flujos de préstamos externos a residentes
 (miles de millones de dólares)



(*) Descuenta del total de nuevos préstamos las amortizaciones realizadas por bancos y no-bancos.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 8
Crecimiento mundial (1)
 (variación anual, porcentaje)

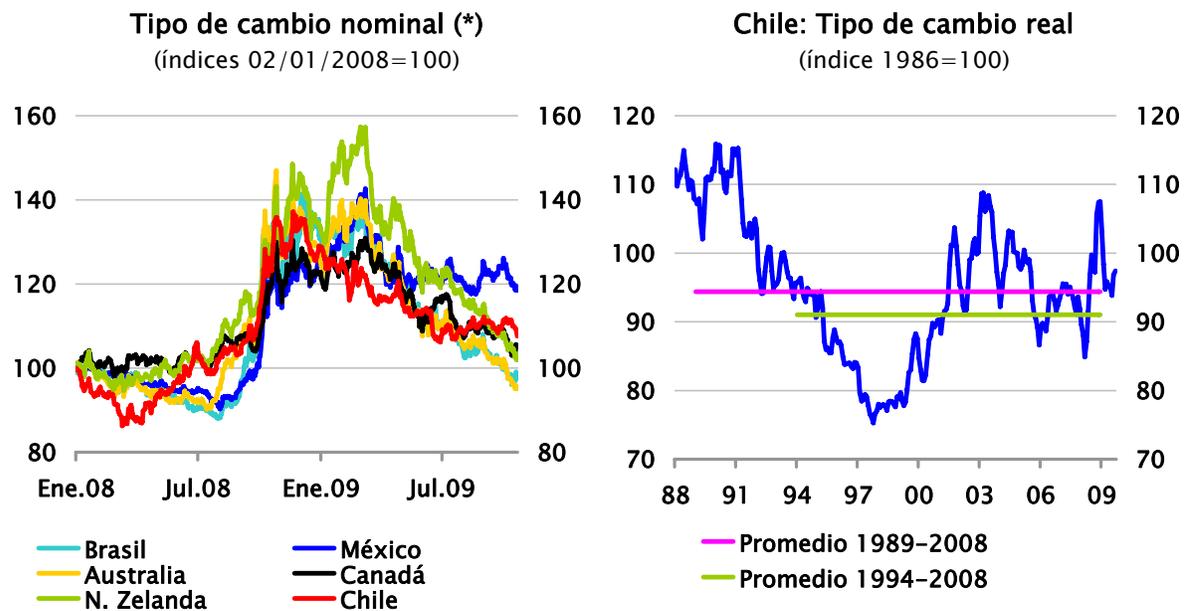


(1) El área gris corresponde a proyecciones a partir del 2009.

(2) El crecimiento del 2009 y 2010, corresponde al punto medio del rango de proyecciones entregado en el IPoM.

Fuentes: Banco Central de Chile, Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial.

Gráfico 9



(*) Paridad respecto del dólar estadounidense.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Tabla 2
Crecimiento económico, cuenta corriente e inflación
 (variación anual, porcentaje)

| | 2007 | 2008 | 2009 (f) | 2010 (f) |
|--|------|------|-------------|-----------|
| PIB | 4,7 | 3,2 | -2,0 a -1,5 | 4,5 a 5,5 |
| Demanda interna | 7,8 | 7,4 | -6,2 | 6,7 |
| Demanda interna (sin var. existencias) | 8,2 | 7,9 | -3,5 | 3,7 |
| Formación bruta de capital fijo | 12,0 | 19,5 | -12,9 | 7,4 |
| Consumo total | 7,1 | 4,2 | 0,0 | 2,5 |
| Exportaciones de bienes y servicios | 7,6 | 3,1 | -4,7 | 4,9 |
| Importaciones de bienes y servicios | 14,9 | 12,9 | -13,8 | 9,0 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | 4,4 | -2,0 | 1,9 | 1,2 |
| Inflación IPC | 4,4 | 8,7 | 1,7 | 1,5 |
| Inflación IPC diciembre | 7,8 | 7,1 | -0,8 | 2,8 |
| Inflación IPCX | 4,0 | 8,4 | 2,8 | 1,0 |
| Inflación IPCX diciembre | 6,3 | 8,6 | -1,2 | 2,6 |
| Inflación IPCX1 | 4,1 | 7,8 | 2,8 | 1,2 |
| Inflación IPCX1 diciembre | 6,3 | 7,7 | -0,6 | 2,6 |

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.